

Ágora Insights

Análise de Empresas

Intelbras

Maio, 2023

A qualidade tem um preço: iniciando a Cobertura com recomendação de Compra!



A qualidade tem um preço: iniciando a Cobertura com recomendação de Compra!

Quem é a Intelbras? Uma distribuidora ímpar nos segmentos de segurança, comunicação e energia. A Intelbras foi fundada em 1976, fabricando dispositivos, ampliando seu portfólio ao longo dos anos, atuando como fabricante e revendedora de equipamentos eletrônicos em três segmentos principais: (i) segurança; (ii) comunicação; e (iii) energia – oferecendo produtos como câmeras de vídeo, alarmes, fechaduras, roteadores, telefones corporativos, cabos e painéis solares. A Intelbras tem presença nacional e conta com uma extensa rede de distribuidores e revendedores que possuem forte relacionamento com o mercado.

Forte execução e histórico de crescimento... A Intelbras tem um ótimo histórico de crescimento, e entregou mais de 20% de crescimento anual de receita entre 2016 e 2021. A empresa conseguiu entrar em novos segmentos e desenvolver seu portfólio existente de forma orgânica e inorgânica (ou seja, via aquisições). No futuro, continuamos a ver mais crescimento, à medida que a empresa ganha mais exposição ao setor de energia, principalmente em energia solar, que deve sustentar um crescimento médio anual de receita de 16% entre 2022 e 2025.

...mas não à custa da lucratividade. Historicamente, a Intelbras tem conseguido entregar retornos elevados, em torno de 30% no período pré-pandêmico em termos de ROIC (o retorno sobre o capital empregado na atividade). No passado recente, no entanto, os retornos diminuíram, uma vez que a empresa enfrentou problemas de interrupção de fornecimento (levando a uma diminuição significativa no giro de estoque), enquanto aumentava novas unidades de negócios (ou seja, solar), que ainda não amadureceram e aceleraram suas contribuições para os resultados consolidados. No entanto, mesmo em meio a esse ambiente mais desafiador, a empresa vem entregando níveis de ROIC ao redor de 20%, o que vemos como bastante forte, e deve continuar se sustentando nos próximos anos.

A qualidade tem um preço, mas não é tão cara! Assim como esperamos um forte crescimento dos lucros nos próximos anos, as ações da Intelbras já estão incorporando de alguma forma essa perspectiva positiva (nossa e de outros investidores), negociando a 12,3x o múltiplo EV/EBITDA para 2023 e 14,5x o P/L. Ainda assim, vemos esses múltiplos como descontados, especialmente se considerarmos nossa expectativa de crescimento médio anual do EBITDA de 20% entre 2023 e 2025. Junto com as boas oportunidades de crescimento à frente, as ações da Intelbras negociam com um amplo desconto de 16% para a média dos pares de 17,2x, e vemos um espaço considerável para que esse *gap* reduza –em nosso preço-alvo de R\$ 35,00, por exemplo, veríamos INTB3 negociando a 19,5x ao final deste ano.

O que nos levaria a reconsiderar a recomendação de Compra? (i) como as expectativas de crescimento são elevadas, acreditamos que atender a elas é, provavelmente, o principal risco para o preço da ação cair, caso não satisfeitas; (ii) o crescimento, aparentemente, tem vindo de segmentos de menor retorno (principalmente a divisão solar), que ainda não amadureceram e aumentarão os retornos ao longo do tempo, colocando em risco a lucratividade de curto prazo e; (iii) aumento de exposição a segmentos nos quais a Intelbras tem menos histórico de execução e, portanto, maiores riscos.

Otavio Tanganelli 

Renato Chanes 

ÁGORA tem direito exclusivo de distribuição dos relatórios do Bradesco BBI para pessoas físicas.



Riscos a Monitorar

Fatores Negativos



Forte dependência de relacionamentos com revendedores e fornecedores. A Intelbras possui fortes relacionamentos em toda a sua cadeia de suprimentos, tanto com fornecedores quanto com revendedores. Como a empresa depende fortemente desses relacionamentos, qualquer interrupção nesses canais pode levar à piora de seu desempenho operacional.



Interrupção da cadeia de suprimentos e gestão de estoques. A gestão de estoques tem sido particularmente importante nos últimos anos, pois as interrupções de fornecimento devido a paradas de produção, conflitos geopolíticos e a pandemia de Covid-19 impactaram materialmente a cadeia de suprimentos. Dito isso, quaisquer impactos que levem à escassez de componentes, matéria-prima, aumentos de preços e outras interrupções podem levar a um desempenho negativo das vendas. Como exemplo, os níveis de estoque ficaram em um nível anormalmente alto de 151 dias em 2021 frente ao nível histórico (pré-pandemia) de 90 dias.



Execução das operações de Fusões & Aquisições (M&As). Crescer de forma inorgânica, historicamente, faz parte da estratégia da Intelbras e representa riscos negativos, como: (i) pior alocação de capital; (ii) entrada em segmentos com menor rentabilidade; e (iii) desafios de integração relacionados à absorção da empresa adquirida.



Sucessão na gestão. A sucessão do CEO, Altair Silvestri (na Intelbras desde 1979), pode ser uma preocupação para os investidores, pois ele tem um papel significativo nas decisões do dia a dia da empresa.

Fatores Positivos



Economia e demanda por produtos. A demanda pelos produtos da Intelbras está muito ligada ao crescimento do PIB e à demanda de seus clientes. Dito isso, caso surja uma surpresa econômica positiva, podemos ver a empresa apresentando um crescimento mais forte nos próximos anos.



Desempenho de novos segmentos. O segmento de energia solar tem boas perspectivas de crescimento e, portanto, a Intelbras pode apresentar um desempenho acima do esperado, sustentado pela forte demanda, levando também a potenciais novos produtos e segmentos a serem explorados.

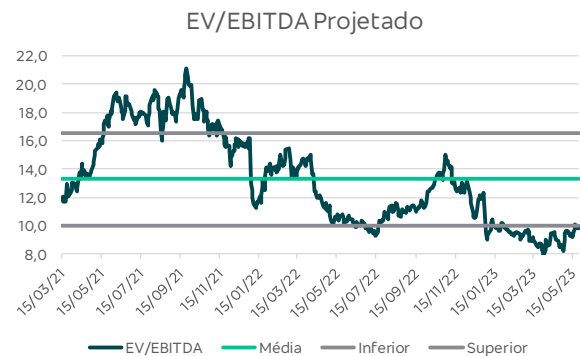
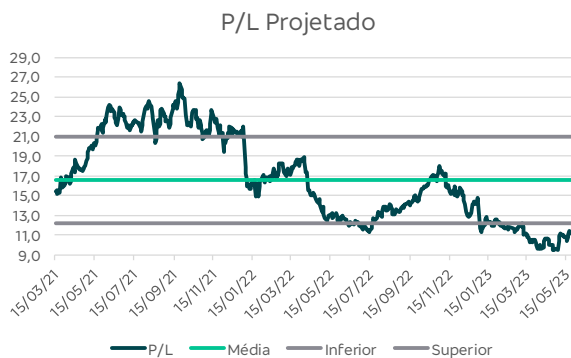


Execução das operações de Fusões & Aquisições (M&As). Essa estratégia também pode trazer riscos positivos, como aumentar o mercado endereçável em novos segmentos, melhorar retornos e capturar sinergias por meio de oportunidades de vendas cruzadas.



Valuation & Sensibilidade

Como esperamos um forte crescimento dos lucros nos próximos anos, as ações da Intelbras já estão incorporando de alguma forma essa perspectiva positiva (nossa e de outros investidores), negociando em torno de 12,5x o múltiplo EV/EBITDA para 2023 e 14,5x o P/L.



Fonte: Bloomberg e Ágora Investimentos

Ainda assim, vemos esses múltiplos como descontados, especialmente se considerarmos nossa expectativa de crescimento médio anual do EBITDA de 20% entre 2023 e 2025. Junto com as boas oportunidades de crescimento à frente, as ações da Intelbras negociam com um desconto de 16% para a média dos pares de 17x, e vemos um espaço considerável para que esse *gap* reduza – em nosso preço-alvo de R\$ 35,00, por exemplo, veríamos INTB3 negociando a 19,5x ao final deste ano.

Análise de Sensibilidade: Se a empresa entregar crescimento de receita abaixo da nossa previsão média anual de 9% entre 2022 e 2025, nosso preço-alvo seria de R\$ 24,00. Alternativamente, se a empresa surpreender para o lado positivo, orgânica ou inorganicamente, e entregar um crescimento de receita 5 pp maior que o projetado, nosso preço-alvo seria de R\$ 42,00.



Projeções:

Intelbras R\$ milhões	2020	2021	2022	2023e	2024e	2025e
Receita Líquida	2.134	3.087	4.233	4.717	5.591	6.539
Segurança	1.148	1.620	1.982	2.289	2.617	2.968
Energia	215	549	1.408	1.479	1.930	2.427
Comunicações	771	918	843	950	1.045	1.144
Crescimento Anual	25,7%	44,6%	37,1%	11,4%	18,5%	17,0%
Custo de serviços vendidos	(1.434)	(2.178)	(3.031)	(3.266)	(3.888)	(4.567)
Crescimento Anual	33,8%	19,1%	-8,2%	12,7%	10,0%	9,5%
Lucro Bruto	701	909	1.202	1.451	1.703	1.973
Crescimento Anual	32,8%	29,5%	28,4%	30,8%	30,5%	30,2%
Despesas Operacionais	(314)	(547)	(738)	(877)	(973)	(1.130)
Crescimento Anual	-23,2%	73,8%	35,0%	18,8%	11,0%	16,1%
Receita Operacional	386	363	463	574	730	843
Resultado Financeiro	(70)	8	7	13	16	12
Receitas Financeiras	101	73	154	167	134	130
Custos Financeiros	(48)	(50)	(122)	(146)	(118)	(118)
Ganho Cambial	(123)	(15)	(25)	(8)	0	0
Lucro antes de impostos	317	371	470	587	746	855
Crescimento Anual	66,3%	17,0%	26,9%	24,9%	27,0%	14,6%
Impostos	11	(7)	9	2	(15)	(17)
Lucro Líquido	328	364	479	589	731	838
Margem Líquida	15,4%	11,8%	11,3%	12,5%	13,1%	12,8%
Crescimento Anual	73,2%	10,8%	31,8%	23,0%	24,0%	14,6%
Depreciação & Amortização	23	41	70	103	123	135
EBITDA	410	403	533	677	854	978
Margem EBITDA	19,2%	13,1%	12,6%	14,4%	15,3%	15,0%
Crescimento Anual	122,8%	-1,6%	32,2%	27,1%	26,0%	14,6%
Não Recorrentes	(74)	0	0	0	0	0
EBITDA Ajustado	336	403	533	677	854	978

Fonte: Intelbras e Bradesco BBI



RESEARCH ÁGORA

Dalton Gardimam
Economista-Chefe

José Francisco Cataldo Ferreira
CNPI - Estrategista de Análise -
Pessoas Físicas

Ricardo Faria França
CNPI - Analista de Investimentos

Maurício A. Camargo
CNPI-T - Analista Gráfico

Ernani Teixeira R. Júnior
CNPI-T - Analista Gráfico

Maria Clara W. F. Negrão
CNPI - Analista de Investimentos

Flávia Andrade Meireles
CNPI - Analista de Investimentos

Wellington Antonio Lourenço
CNPI - Analista de Investimentos

Henrique Procopio Colla
CNPI-T - Analista Gráfico

Renato Cesar Chanes
CNPI - Analista de Investimentos

José Ricardo Rosalen Filho
CNPI - P - Analista de Investimentos

Larissa Fidelis Monte
Analista Assistente de Investimentos

DIRETOR GERAL
Luís Cláudio de Freitas Coelho Pereira

DIRETOR
Ricardo Barbieri de Andrade



ÁGORA
INVESTIMENTOS

Região Metropolitana (RJ e SP)

4004 8282

Demais Regiões do Brasil

0800 724 8282

Disclaimer

Este relatório foi preparado pela equipe de análise de investimentos da Ágora Corretora de Títulos e Valores Mobiliários S.A. (Ágora), sociedade sob controle indireto do Banco Bradesco S.A. O presente relatório se destina ao uso exclusivo do destinatário, não podendo ser, no todo ou em parte, copiado, reproduzido ou distribuído a qualquer pessoa sem a expressa autorização da Ágora.

A distribuição desse relatório é realizada somente com o objetivo de fornecer informações e não representa uma oferta ou recomendação de qualquer valor mobiliário. As informações contidas neste relatório são consideradas confiáveis na data de sua publicação, entretanto, não representam por parte da Ágora garantia de exatidão dos dados factuais utilizados. As opiniões, estimativas, projeções e premissas relevantes contidas neste relatório são baseadas no julgamento dos analistas de investimento envolvidos na sua elaboração e são limitadas às companhias e aos ativos objetos de sua análise nos termos da Resolução CVM nº 20, e estão, portanto, sujeitas a modificações sem aviso prévio.

A Ágora esclarece que reproduziu no presente relatório análises realizadas pela Bradesco Corretora de Títulos e Valores Mobiliários, sendo ambas sociedades integrantes do grupo econômico do Banco Bradesco S.A. Os analistas de investimentos declaram que pactuam com as opiniões expressadas nas referidas análises ora reproduzidas.

Declarações dos analistas de investimento envolvidos na elaboração deste relatório nos termos do art. 21 da Resolução CVM nº 20:

Os analistas de investimento declaram que as opiniões contidas neste relatório refletem única e exclusivamente as suas opiniões pessoais sobre o comportamento dos valores mobiliários objeto desse relatório, e que foram elaboradas de forma totalmente independente e autônoma, inclusive em relação à Ágora e demais empresas do grupo Bradesco.

A remuneração dos analistas de investimento está, direta ou indiretamente, influenciada pelo resultado proveniente dos negócios e operações financeiras realizadas pela Ágora.

Consulte os riscos da operação e compatibilidade com o seu perfil antes de investir. Rentabilidade passada não é garantia de rentabilidade futura.

"Declarações nos termos do Art. 22 da Resolução nº 20, referentes às empresas cobertas pelos analistas de investimento da Ágora e Bradesco Corretora:

O Bradesco BBI tem participação societária e interesses econômicos relevantes na empresa Cosan Dez Participações S.A, empresa controlada pela Cosan S.A, emissora objeto de relatórios de análise.

Ágora, Bradesco Corretora, Bradesco BBI e demais empresas do grupo Bradesco têm interesses financeiros e comerciais relevantes em relação ao emissor ou aos valores mobiliários objeto de análise. Nos últimos 12 meses, o Bradesco BBI participou como coordenador nas ofertas públicas de distribuição de títulos e valores mobiliários das companhias e/ou prestou serviços de outra natureza para as seguintes empresas: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cielo S.A., Cogna Educacao S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participacoes S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

Nos últimos 12 meses, a Ágora e/ou a Bradesco Corretora participaram, como instituições intermediárias, das ofertas públicas de títulos e valores mobiliários das companhias: Aliance Sonae Shopping Centers S.A., Alpargatas S.A., B3 S.A. - Brasil, Bolsa, Balcão, Banco Inter S.A., CCR S.A., Centrais Elétricas Brasileiras S.A, Cielo S.A., Cogna Educacao S.A., Companhia Brasileira de Alumínio S.A., CSHG - Recebeíveis Imobiliários - FI e CSHG Logística - FI, CVC Brasil Operadora e Agência de Viagens S.A.m Diagnóstico da América S.A., Dimed S.A., Distribuidora de Medicamentos, Energisa S.A., Eneva S.A., Fleury S.A., Guararapes Confeccões S.A., Hapvida Participacoes e Investimentos S/A, Iguatemi S.A., Iochpe Maxiom S.A., JHSF Participacoes S.A., Kora Saúde Participações S.A., Localiza Rent A Car S.A., Méliuz S.A., Petróleo Brasileiro S.A. - Petrobras, Qualicorp Consultoria e Corretora de Seguros S.A., Randon SA Implementos e Participações., Rede D'or São Luiz S.A., Sendas Distribuidora S.A., Telefônica Brasil S.A., Usinas Siderúrgicas de Minas Gerais S.A. e Vamos Locação de Caminhões, Máquinas e Equipamentos S.A.

A Bradesco Corretora recebe remuneração por serviços prestados como formador de mercado de ações da AMBIPAR Participações e Empreendimentos S.A. e Fomento Economico Mexicano FEMSA (FMXB34).